EUROPOS
KOMISIJA

Briuselis, 2013 09 04
SWD(2013) 316 final

KOMISIJOS TARNYBŲ DARBINIS DOKUMENTAS

POVEIKIO VERTINIMO SANTRAUKA

pridedamas prie

Europos Parlamento ir Tarybos reglamento dėl pinigų rinkos fondų pasiūlymo

{COM(2013) 615 final}
{SWD(2013) 315 final}

1. ĮVADAS

Europoje pinigų rinkos fondai (PRF) yra svarbus finansų įstaigų, įmonių ir vyriausybių trumpalaikio finansavimo šaltinis. Europoje maždaug 22 % trumpalaikių skolos vertybinių popierių, kuriuos išleidžia vyriausybės arba įmonių sektorius, priklauso pinigų rinkos fondams. PRF taip pat priklauso 38 % ES bankų sektoriaus išleistų trumpalaikių skolos vertybinių popierių[1]. Kiek tai susiję su paklausa, PRF yra trumpalaikio pinigų valdymo priemonė, kuri užtikrina aukštą likvidumo, diversifikacijos ir vertės stabilumo lygį, taip pat rinka grindžiamą pajamingumą. PRF daugiausia naudojasi įmonės, norinčios trumpam laikotarpiui, pavyzdžiui, iki didelių išlaidų, tokių kaip darbo užmokesčio išlaidos, investuoti perteklinius pinigus. Taigi PRF (daugiau nei kuris kitas investicinis fondas) – esminė grandis, siejanti trumpalaikių pinigų paklausą ir pasiūlą.

Maždaug 1 000 mlrd. EUR turtą valdantys PRF sudaro fondų kategoriją, kuri skiriasi nuo visų kitų savitarpio fondų. Dauguma PRF (maždaug 80 % vertinant pagal turtą ir 60 % vertinant pagal fondų skaičių) veikia pagal Direktyvos dėl kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektų (KIPVPS) taisykles. Vidutinis PRF yra daug didesnis už vidutinį KIPVPS fondą. Pavyzdžiui, atskiro PRF valdomas turtas gali siekti 50 mlrd. EUR.

PRF sisteminiam poveikiui ir tarpusavio ryšiams, kuriais PRF susiję su emitentais ir savo bankais rėmėjais, skirta daug dėmesio tarptautiniu mastu svarstant šešėlinės bankininkystės klausimą. Finansinio stabilumo taryba (FST) ir kitos institucijos, kaip antai Tarptautinė vertybinių popierių komisijų organizacija (IOSCO) ir Europos sisteminės rizikos valdyba (ESRV), analizavo PRF ir jų sisteminį poveikį. PRF, visų pirma tie, kurie išlaiko stabilią akcijos kainą, buvo išskirti dėl savo į indėlius panašių savybių.

2. PROBLEMOS APIBŪDINIMAS

PRF yra patogi priemonė investuotojams, nes šie fondai siūlo panašias į bankų indėlius paslaugas: neatidėliotiną prieigą prie likvidumo šaltinių ir vertės stabilumą. Investuotojai laiko PRF saugia ir labiau diversifikuota bankų indėlių alternatyva. Tačiau tikrovėje PRF tėra įprasti investiciniai fondai, kuriems būdinga su investicijomis susijusi rizika. Todėl kai turto, į kurį investavo PRF, kainos pradeda mažėti, visų pirma nepalankiausiomis rinkos sąlygomis, PRF ne visada gali vykdyti investuotojams duotą pažadą nedelsiant išpirkti PRF išleistus investicinius vienetus ar akcijas ir išlaikyti jų vertę. Kai kurie fondai gali turėti galimybę palaikyti akcijų vertę suteikdami rėmėjo paramą, tačiau kiti gali neturėti tam lėšų. Problema ta, kad investuotojai, vos sužinoję apie riziką, kad PRF gali nesugebėti bet kuriuo metu įvykdyti su likvidumu ir stabiliomis išpirkimo kainomis susijusio pažado, reikalaus išpirkimo, kuris gali baigtis masiniu investicijų atsiėmimu.

Masiniam investicijų atsiėmimui būdinga tai, kad didelė grupė investuotojų masiškai ir staiga pateikia paraiškas išpirkti jų turimus investicinius vienetus ar akcijas, siekdami išvengti nuostolių ir užsitikrinti išpirkimą už didžiausią įmanomą kainą. Masiniai investicijų atsiėmimai yra sistemiškai svarbūs, nes priverčia PRF skubiai parduoti savo

[1] Prancūzijoje PRF priklauso 45 % bankų išleistų indėlių sertifikatų ir 35 % ne finansų bendrovių išleistų sertifikatų.

turtą, kad galėtų patenkinti pateiktas paraiškas išpirkti investicinius vienetus ar akcijas. Masinis išpirkimas savaime paspartina fondo grynojo turto vertės (GTV) mažėjimą, todėl GTV sumažėja dar labiau ir padidėja baimė, kad visa pinigų rinka taps nestabili.

Su masiniu investicijų atsiėmimu susijusios problemos yra sisteminio pobūdžio dėl šių priežasčių: 1) glaudžių PRF sąsajų su realiąja ekonomika, 2) jų ryšių su rėmėjais. Be to, masinis investicijų atsiėmimas iš PRF taip pat turi investuotojų apsaugos aspektą, nes investuotojai, vėliau išperkantys savo turimus investicinius vienetus ar akcijas, atsiduria nepalankioje padėtyje, palyginti su tais, kurie savo turimus investicinius vienetus ar akcijas išperka anksčiau.

PRF rinka koncentruota keliose valstybėse narėse; Prancūzijos, Airijos ir Liuksemburgo PRF priklauso daugiau nei 95 % rinkos, vertinant pagal valdomą turtą. Nepaisant to, rinka glaudžiai susijusi su kitomis šalimis dėl didelės tarpvalstybinių investicijų ir investuotojų dalies ir dėl tarpvalstybinio užkrato rizikos, susijusios su PRF ir jų rėmėjų, kurie yra įsisteigę kitose šalyse, ryšiais.

Užkrato perdavimas realiajai ekonomikai

Per krizę PRF likvidumas dažnai buvo nepakankamas, kad fondas galėtų patenkinti visas paraiškas išpirkti investicinius vienetus ar akcijas. Dėl to kai kurie fondai sustabdė išpirkimą arba taikė kitus apribojimus. Jei investuotojai netektų trumpalaikių PRF investicijų galimybės, tai gali turėti įtakos emitentams, kurie priklauso nuo trumpalaikio finansavimo per PRF. PRF tenka svarbus vaidmuo teikiant trumpalaikį finansavimą tokiems subjektams kaip bankai, įmonės ar vyriausybės, todėl masinis investicijų atsiėmimas iš PRF gali turėti platesnių makroekonominių pasekmių. Bankai išleidžia didžiausią dalį (85 %) pinigų rinkos fondams išleidžiamų iš viso 1 000 mlrd. EUR vertės finansinių priemonių; vyriausybėms tenkanti dalis – maždaug 10 %, o įmonėms – maždaug 5 %. Vyriausybės ir labai didelės įmonės naudojasi pinigų rinka kaip priemone gauti trumpalaikį finansavimą greta bankų kredito linijų. Taigi bet koks užkrato plitimas į trumpalaikio finansavimo rinką taip pat gali reikšti didelius tiesioginius realiosios ekonomikos finansavimo sunkumus.

Užkrato perdavimas rėmėjams

PRF, visų pirma tie, kurie žada išpirkimą už stabilią akcijos kainą, visuomet kliovėsi diskrecine rėmėjų kapitalo parama, kad mažėjant turto vertei išlaikytų savo GTV. PRF rėmėjai gali nuspręsti suteikti paramą, kad būtų kompensuotas jų fondo GTV sumažėjimas. Rėmėjai dažnai yra priversti teikti paramą savo remiamiems PRF, nes bijo, kad mažėjanti jų PRF grynojo turto vertė dėl rizikos reputacijai gali sukelti paniką, kuri gali išplisti į kitas rėmėjo veiklos sritis. Bankams rėmėjams kyla dar didesnė rizika, nes panika gali būti perduota banko mažmeniniams klientams, o dėl to bankas gali tapti nepajėgus vykdyti įsipareigojimų.

Per krizę užfiksuoti keli rėmėjų paramos teikimo atvejai.

Rėmėjai dažniausiai yra nepasirengę tokioms situacijoms, nes netiesioginė garantija nėra registruojama kaip tiesioginė garantija. Rėmėjų paramos atveju išlaidoms padengti nesudaroma jokių kapitalo rezervų. Taigi, priklausomai nuo fondo dydžio ir spaudimo išpirkti investicinius vienetus ar akcijas masto, rėmėjo parama gali išaugti tiek, kad viršytų jų lengvai prieinamus išteklius. Didžiausi PRF paramos teikėjai valdo daugiau nei

250 mlrd. EUR PRF turto visame pasaulyje, nors kartais lengvai prieinamos lėšos jų balanse tesiekia kelis šimtus milijonų.

Nesąžiningas elgesys su investuotojais

Masinio investicijų atsiėmimo atveju dėl kiekvieno išpirkimo pavedimo fondo vienetų kaina mažėja, nes fondas priverstas parduoti turtą ir likvidumo sąnaudos didėja. Taip sukuriamas pradininko pranašumas, kai vėliau savo turimus investicinius vienetus ar akcijas išperkantiems investuotojams (dažnai mažmeniniai investuotojai) tenka sąnaudos, siejamos su ankstesniais išpirkimais. Taigi investuotojų, savo turimus investicinius vienetus ar akcijas išperkančių vėliau, pinigai perduodami investuotojams, kurie savo turimus investicinius vienetus ar akcijas išperka anksčiau. Dėl išpirkimo kainos investuotojai, savo turimus investicinius vienetus ar akcijas išperkantys vėliau, gali atsidurti labai nepalankioje padėtyje, nes skirtumas prieš išpirkimą ir po jo gali būti didelis.

Pasekmės

Pinigų rinkos ir rėmėjai yra sistemiškai svarbūs, todėl pinigų rinkoje kilus krizei vyriausybės gali būti priverstos įsikišti. JAV valdžios institucijos parengė planą, kaip garantuoti visus į PRF investuotus pinigus. Europos valdžios institucijos taip pat turėjo imtis veiksmų, kad sustabdytų užkrato plitimą: Vokietija išleido įstatymą rinkai stabilizuoti, o Liuksemburgas paskelbė, kad imtųsi visų būtinų priemonių nacionaliniams PRF stabilizuoti. Skirtingos Europos institucijų reakcijos nepadėjo padidinti visos Europos rinkos stabilumo, nes investuotojai perkėlė pinigus į tuos PRF, kuriems buvo suteikta tokia garantija.

Su PRF likvidavimu susijusios pasekmės gali labai sutrikdyti investuotojo veiklą, nes išpirkimas gali būti sustabdytas labai ilgam laikui ir tiek pat laiko nebus tiksliai žinoma, kokią sumą galiausiai pavyks susigrąžinti. Tuo atveju, kai į PRF investuoja įmonės, dėl tokio išpirkimo sustabdymo jos gali nesugebėti vykdyti savo veiklos išlaidų planų, pavyzdžiui, išmokėti atlyginimų.

3. SUBSIDIARUMO ANALIZĖ

Nacionaliniai reguliavimo metodai taikomi tik atitinkamoje valstybėje narėje. PRF produktų ir likvidumo pobūdžio reguliavimas vien nacionaliniu lygmeniu susijęs su rizika, kad skirtingi produktai gali būti parduodami kaip PRF produktai. Tai klaidintų investuotojus ir trukdytų visoje Sąjungoje sukurti vienodas sąlygas subjektams, kurie siūlo PRF investicinius vienetus ar akcijas profesionaliems arba mažmeniniams investuotojams. Lygiai taip pat skirtingi nacionaliniai požiūriai į esmines PRF savybes padidintų tarpvalstybinio užkrato riziką, visų pirma tais atvejais, kai emitentai ir PRF yra skirtingose valstybėse narėse.

Be to, daug PRF investicinius vienetus ar akcijas Europoje siūlančių ūkio subjektų yra įsisteigę kitose valstybėse narėse nei tos, kuriose platinami fondų investiciniai vienetai ar akcijos, todėl būtina sukurti patikimą sistemą, kad PRF ir jo rėmėjas neperduotų vienas kitam užkrato tarpvalstybiniu mastu. Tai ypač svarbu, kai rėmėjas yra valstybėje narėje, kuri gali neturėti biudžeto lėšų įsipareigojimų nevykdančiam rėmėjui gelbėti. Kadangi daugiausia PRF įsteigta dviejose ES valstybėse (Airijoje ir Liuksemburge), kuriose

bankų rėmėjų nėra, tarpvalstybinis rėmėjų teikiamos paramos aspektas tampa ypač aktualus.

Todėl reikia Europos lygmens veiksmų.

4. TIKSLAI

Bendrieji tikslai yra tokie:

1) didinti finansinį stabilumą vidaus rinkoje;

2) didinti PRF investuotojų apsaugą.

Norint pasiekti šiuos bendruosius tikslus, reikia įgyvendinti toliau nurodytus konkretesnius politikos tikslus:

1) išvengti užkrato perdavimo realiajai ekonomikai rizikos;

2) išvengti užkrato perdavimo rėmėjui rizikos;

3) sumažinti neigiamą poveikį investuotojams, kurie vėlai išperka savo turimus investicinius vienetus ar akcijas, visų pirma išpirkimo nepalankiausiomis rinkos sąlygomis atveju.

Pirmiau išvardytiems konkretiems tikslams pasiekti būtina įgyvendinti šiuos veiklos tikslus:

1) užtikrinti, kad fondo likvidumas būtų pakankamas patenkinti investuotojų paraiškoms išpirkti investicinius vienetus ar akcijas;

2) pertvarkyti PRF struktūrą taip, kad stabilumo pažadą būtų galima tesėti ir nepalankiomis rinkos sąlygomis.

5. POLITIKOS GALIMYBĖS

Kad būtų įgyvendintas pirmas veiklos tikslas (užtikrinti tinkamą PRF likvidumo lygį), Komisijos tarnybos išnagrinėjo įvairias politikos galimybes, įskaitant šiuos aspektus: tris skirtingus išpirkimo mokesčių ar apribojimų mechanizmus, vieną likvidumo rezervo galimybę, vieną turto kokybės ir diversifikavimo galimybę ir PRF klientų profilių nustatymo galimybes.

Kad būtų įgyvendintas antras veiklos tikslas (parengti PRF atlaikyti nepalankias rinkos sąlygas), Komisijos tarnybos išnagrinėjo politikos galimybes, susijusias su šiais aspektais: viena skaidrumo galimybė, dvi vertinimo reikalaujant kintamos GTV galimybės, dvi galimybės nustatyti GTV rezervo reikalavimus, viena galimybė dėl banko statuso, viena galimybė, apimanti kintamą GTV ir GTV rezervą, ir viena reitingavimo galimybė.

6. PASIRINKTŲ GALIMYBIŲ POVEIKIO VERTINIMAS

1 veiklos tikslas: pasirinktos galimybės, kuriomis siekiama padidinti likvidumą ir pažinti klientus

Geriausios galimybės užtikrinti, kad fondo likvidumas būtų pakankamas ir fondas galėtų patenkinti investuotojų paraiškas išpirkti investicinius vienetus ar akcijas, yra portfelio turto likvidumo padidinimas ir savo klientų pažinimo politikos įgyvendinimas. Trys kitos galimybės, pagrįstos išpirkimo mokesčių taikymu arba apribojimais, labai sumažintų PRF patrauklumą investuotojams. Iš konsultacijų matyti, kad pasirinkus tokias galimybes gali sumažėti visas PRF valdomas turtas, o dėl to realioji ekonomika netektų svarbios trumpalaikio finansavimo priemonės. Be to, priemonės, kuriomis ribojamos išpirkimo galimybės, kelia abejonių dėl jų galimo anticiklinio poveikio, dėl kurio sisteminė rizika užuot sumažėjusi padidėtų.

Tikslas padidinti PRF gebėjimą išpirkti investicinius vienetus ar akcijas būtų geriau pasiektas padidinus portfelio likvidumą ir kartu užtikrinus, kad portfelis būtų pakankamai diversifikuotas ir lėšos nebūtų investuojamos į prastos kokybės turtą. Viena vertus, investuotojams bus naudingos geresnės galimybės naudotis likvidumo šaltiniais ir mažesnė rizika, kita vertus, dėl to padidės fondo gebėjimas patenkinti dideles paraiškas išpirkti investicinius vienetus ar akcijas. Šių galimybių įgyvendinimo sąnaudos yra palyginti nedidelės, nes dauguma PRF jau turi parengę vidaus taisykles, kuriomis siekiama panašių tikslų. Pasekmės trumpalaikių skolos vertybinių popierių rinkai taip pat yra lengvai valdomos, nes tik nedidelė turto dalis investuojama trumpalaikio pajamingumo kreivės ilgo termino atkarpoje. Vien politika, pagal kurią tikimasi gauti didelių paraiškų išpirkti investicinius vienetus ar akcijas, masinio investicijų atsiėmimo išvengti nepadės, tačiau tai vis tiek naudinga ir nebrangi priemonė pinigų srautams į fondą ir iš jo valdyti.

2 veiklos tikslas: pasirinktos galimybės, kuriomis siekiama padidinti skaidrumą, užtikrinti stabilų vertinimą ir apriboti reitingų naudojimą

Apskritai finansinis stabilumas (skirtingu mastu) padidėtų pasirinkus bet kurią iš analizuotų galimybių, tačiau nė viena neužtikrintų tokių rezultatų be neigiamo poveikio. Pasirinktos tos galimybės, kurias įgyvendinus būtų užtikrinta geriausia finansinio stabilumo ir sąnaudų pusiausvyra.

Vertinimo metodikos reforma primins akivaizdžią tiesą, kad PRF yra įprasti savitarpio fondai, kuriuos veikia kainų svyravimai. Amortizuotos savikainos ir apvalinimo metodus taikantis fondas gali išlaikyti stabilią kainą. Reikalavimas vertinti pagal rinkos kainą aiškiai parodys investuotojams, kad investicijų riziką prisiima jie patys, o ne fondo rėmėjas. Dėl to sumažės arba visai neliks paskatų rėmėjui teikti paramą. Taip pat sumažėtų užkrato perdavimo rėmėjams ir bankų sistemai kanalų. Taigi kintama GTV – geriausia galima priemonė stabilizuoti PRF sektorių ir kartu apriboti užkrato perdavimą bankų sektoriui. Tačiau negalima atmesti galimybės, kad kai kurie investuotojai gali nenorėti investuoti į kintamos vertės PRF, ir dėl to gali sumažėti PRF sektorius. Valdytojams poveikis būtų mažesnis.

Kadangi vis dar abejojama, ar visi PRF investuotojai prisitaikys prie kintamos GTV struktūros, PRF paramos teikėjas turės galimybę išlaikyti stabilią fondo GTV. Tačiau stabilios GTV PRF turėtų sukaupti atitinkamą GTV rezervą, kurį finansuotų valdytojas. Derindamas kintamą GTV ir GTV rezervą, stabilios vertės PRF valdytojas turės finansuoti rezervą, kurio dydis būtų bent 3 % valdomo PRF turto. Remiantis per krizę

stebėtais rėmėjų paramos teikimo atvejais (123 paramos JAV pinigų rinkos fondams atvejai), tik 3 atvejais parama buvo didesnė nei 3 %. Kai 2008 m. žlugo „Reserve Primary Fund“, jis prarado 3 % savo vertės dėl 1,5 % pozicijos „Lehman“ turto atžvilgiu. Rezervas nesuteiks visapusiškos garantijos pastovios grynojo turto vertės (PGTV) PRF akcijų ar investicinių vienetų turėtojams, tačiau toks jo lygis užtikrins pusiausvyrą tarp poreikio išlaikyti patikimą bei saugų PGTV modelį ir valdytojų finansavimo pajėgumų.

Nors pagal kintamos GTV galimybę labai efektyviai ir paprastai mažinama sisteminė rizika, pasirinkus galimybę derinti dvi minėtas sistemas būtų atsižvelgiama į faktą, kad tuo atveju, jei visi PRF būtų įpareigoti naudoti kintamą GTV, tai gali sutrikdyti visą Europos ekonomikos finansavimą.

Net jei stabili GTV ir tinkamas GTV rezervas – antra geriausia kintamos GTV alternatyva, rekomenduojama taikant griežtas sąlygas rinktis minėtą abiejų galimybių derinį siekiant užtikrinti, kad bendroji politika dėl kintamos GTV nepagrįstai nesutrikdytų viso trumpalaikio Europos ekonomikos finansavimo rinkos.

Valdytojai turės skaidriau informuoti investuotojus apie pasirinktą metodą. Masinio investicijų atsiėmimo sumažinus kredito reitingą problemą galima išspręsti tik apribojant galimybes naudoti reitingus (bent jau fondo lygmeniu).

Poveikis trečiosioms šalims

Darbas šešėlinės bankininkystės srityje vykdomas tarptautiniu mastu. IOSCO rekomendacijas dėl PRF, įskaitant jų patvirtinimą Finansinio stabilumo taryboje (FST), reikia įgyvendinti kiekvienoje iš G20 šalių. Ypač svarbu užtikrinti, kad numatomos reformos, susijusios su PRF likvidumu ir stabilumu, būtų įgyvendinamos vienodai, kad būtų išvengta reguliacinio arbitražo ir užkrato perdavimo tarptautiniu mastu. Todėl šiame poveikio vertinime pasirinktos galimybės atitinka IOSCO ir FST rekomendacijas.

JAV, kurios PRF rinka didžiausia pasaulyje, reikia skirti ypatingą dėmesį. Europos ir JAV PRF rinkos yra tarpusavyje susijusios. JAV įsteigti PRF yra svarbūs investuotojai į Europoje išleistas pinigų rinkos priemones. ES PRF taip pat yra svarbūs investuotojai į JAV išleistas pinigų rinkos priemones. Abiejose Atlanto pusėse pinigų rinkos fondai yra svarbus finansavimo šaltinis įmonėms emitentėms ir bankams ne tik savo, bet ir kitame žemyne. JAV valdžios institucijos taip pat reformuoja PRF sektorių. Siekiant suderinti tolesnius taisyklių nustatymo etapus, su JAV pradėtas glaudus dialogas.

7. STEBĖSENA IR VERTINIMAS

Visų naujų teisės aktų pasiūlymų *ex post* vertinimas yra Komisijos prioritetas. Taigi, būsimas reglamentas taip pat bus išsamiai įvertintas, kad būtų nustatyta, be kitų dalykų, ar jis veiksmingas ir efektyvus siekiant šioje ataskaitoje nurodytų tikslų, ir nuspręsti, ar reikalingos naujos priemonės ar pakeitimai.

Nustatant rodiklius ir informacijos šaltinius, kurie gali būti naudojami atliekant vertinimą, bus naudojamasi įvairių šaltinių duomenimis. Jie bus naudojami siekiant stebėti PRF likvidumo lygį, turto tipus, turto emitentus ir investuotojus. Remiantis šiais rodikliais bus galima daryti išvadas dėl reformos poveikio finansiniam stabilumui.